

# A incongruência entre juros e prêmio de risco



**NATHAN  
BLANCHE**



**M**esmo discutida à exaustão, ainda não se encontrou explicação satisfatória para a questão dos juros elevados no Brasil, quanto menos uma solução unânime que permita a queda da Selic sem pôr em risco o controle da inflação e a estabilidade macroeconômica.

Não se descartam, claro, as razões tradicionais, principalmente o baixo nível de poupança doméstica – que limita a expansão dos investimentos e, conseqüentemente, impede o avanço do Produto Interno Bruto (PIB) potencial – e a ineficiência dos gastos fiscais. Mas basta uma comparação com outros países de características semelhantes para verificar que apenas as razões tradicionais não explicam o juro elevado.

A Austrália, por exemplo, apesar de já estar em estágio de desenvolvimento superior e apresentar nível mais alto de bem-estar, também é um país em que a exportação de commodities tem peso grande na economia e que, principalmente, carece de poupança doméstica. No entanto, essa insuficiência é coberta com um elevado déficit nas transações correntes, pouco mais que o dobro, em termos de proporção do PIB, do que tem o Brasil. Isso, no entanto, não gera preocupações exageradas aos australianos, já que seu fluxo de investimentos é

capaz de cobrir o saldo negativo das transações correntes, o que equilibra o balanço de pagamentos, além de proporcionar uma mais alta taxa de investimentos como proporção do PIB.

Mas o que permite à Austrália ter nível de investimentos proporcionalmente maior que o Brasil, já que este tem um potencial de crescimento claramente superior? O prêmio de risco, ao apontar um diferencial de menos de 60 pontos (Credit Default Swap), é capaz de explicar apenas uma parte dessa diferença, já que se avalia unicamente o risco inerente aos títulos da dívida brasileira.

A razão para não existir tamanha arbitragem entre as taxas de juros de Brasil e Austrália, hoje em 12,5% e 4,75% ao ano, respectivamente, é a baixa conversibilidade da moeda doméstica, para residentes ou não, ou seja, o risco cambial. Como se sabe, o arcabouço institucional e as leis “cambiais” no Brasil são frágeis. Toda a legislação que trata dos direitos de transação e fluxo de capitais com o exterior é imbuída no espírito de controle de capitais, além de imprimir o caráter de Estado centralizador, algo típico do período em que foi elaborada, a exemplo do Decreto Lei n.º 23.258/33 e da Lei n.º 4.393/64. Vale lembrar que tal legislação permite intervenções administrativas acionáveis sob qualquer tipo de motivação política.

Após o primeiro default da dívida externa, em 1983, teve início o movimento liberalizante, por meio de resoluções do Conselho Monetário Nacional e circulares do Banco Central, cujo objetivo foi criar instrumentos que permitissem a

volta da comunicação com o mundo. Tais normativos, que podem ser chamados de “safenas liberalizantes”, como a Resolução 1.552/88, que cria o mercado de taxas flutuantes, porém, podem ser alterados ou revogados por resolução ou circular a qualquer momento e sem necessidade de autorização do Congresso. Assim, na ausência de instituições formais que garantam não só o regime de câmbio, mas o funcionamento dos mercados no País – ainda mais diante do histórico de default e intervenção nos mercados –, o custo do hedge se eleva na mesma toada da percepção de risco. E é justamente esse risco que faz com que exista um enorme diferencial de juros sem um proporcional volume de arbitragem entre os mercados.

Se o risco cambial não existisse e, assim, houvesse espaço para arbitragem, teríamos o câmbio mais forte e, por conseqüência, os índices de preços estariam mais comportados. Isso permitiria, sem dúvida, uma taxa de juros que se aproximasse dos níveis internacionais, tendo sua diferença explicada com maior precisão pelos prêmios de risco.

A modernização do aparato cambial brasileiro, ainda que não incluía, necessariamente, maior liberalização, permitiria o barateamento dos fluxos de moeda estrangeira, o que, acima de tudo, aumentaria o tão necessário investimento no País, além de permitir praticar juros menores.

✱

SÓCIO-DIRETOR DA TENDÊNCIAS  
CONSULTORIA INTEGRADA